



Zurück auf bedrohtem Wachstumspfad

Die europäische und deutsche Konjunktur präsentieren sich im Frühjahr 2019 in einem wieder aufgefangenen Zustand. Das BIP ist bereits im ersten Quartal zu einem normalen Wachstumspfad zurückgekehrt. Das war angesichts der zu Jahresbeginn noch sehr eingetrübten und nervösen Stimmung nicht unbedingt zu erwarten.

Allerdings verbleiben weiterhin große Risikofaktoren. Der erneut zugespitzte Handelskonflikt der USA mit China, die sicherheitspolitische Krise am Persischen Golf und der Brexit haben das Potenzial, der Weltwirtschaft einen Rückschlag zu verpassen. Deshalb sollten in Deutschland jetzt auch keine antizyklischen Kapitalpuffer aktiviert werden.

In Deutschland herrscht derzeit ein vertiefter struktureller Zwiespalt: Bau und Dienstleistungen – generell die binnenwirtschaftlichen Sektoren – entwickeln sich sehr gut. Die für negative Einflüsse aus der Weltwirtschaft anfälligere Industrie ist schwächer, hat sich aber gegenüber dem zweiten Halbjahr 2018 erholt. Positiv überrascht die durchgängig gute Investitionstätigkeit.

Erste Anzeichen einer Überwälzung der stabilisierten Konjunktur in Preise und Löhne sind auszumachen. Wenn die Geldpolitik im Euroraum dennoch länger sehr expansiv bleiben will, dann ist darüber nachzudenken, wie Nebenwirkungen des Negativzins für die Robustheit des Finanzsektors abgemildert werden können. Ein „Staffelzins“ für die Überschussliquidität wäre hier ein guter geldpolitisch begründeter Ansatz.

Berlin, 28. Mai 2019

Autor:

Dr. Holger Schulz
Holger.Schulz@dsgv.de

Zurück auf bedrohtem Wachstumspfad

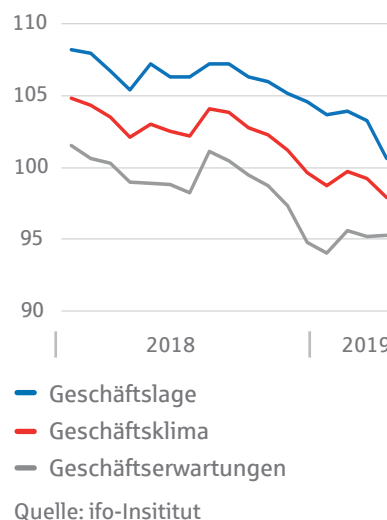
Entwicklung hat sich gefangen – Risiken bleiben

Die ganz großen, um den Jahreswechsel 2018 zu 2019 vorherrschenden Sorgen, dass die Abkühlung der Weltwirtschaft bis in eine Rezession durchschlagen würde, waren zwischenzeitlich verfliegen. Der eingetretene Tempoverlust vom zweiten Halbjahr 2018 blieb zwar auch in den nun vorliegenden harten Zahlen des ersten Quartals 2019 noch feststellbar. Das BIP überraschte in Deutschland und im Euroraum positiv. Aber Auftragseingänge und Produktion blieben vielerorts durchwachsen. Zumindest die Industrie hat noch nicht zu einer wieder klar dynamischen Entwicklung zurückgefunden.

Und teilweise kehrten große Risikofaktoren zuletzt wieder zurück – siehe die erneute Zuspitzung im amerikanisch-chinesischen Handelskonflikt. Nachdem die Zeichen bis Anfang Mai eigentlich auf Einigung und Kompromiss deuteten, wurde dies per Twitter aus dem Weißen Haus wieder in Frage gestellt. Die Sorge vor Eskalation geht erneut um. Auch wenn die Chance auf eine Verhandlungslösung bleibt und manches auch ein Pokern auf der Ziellinie sein mag, sicher ist diese optimistische Interpretation nicht. Erst einmal sind die neuen Zollstufen in Kraft gesetzt.

Wechselhaftigkeit prägt die Wahrnehmung: Ein entsprechender Zickzack-Kurs zeigt sich auch in den Stimmungsindikatoren: Das ifo-Geschäftsklima für die deutsche Wirtschaft ist bis Februar stetig gesunken, hat sich dann im März ein Stück erholt, nur um dann erneut zurückzufallen. Beim ZEW-Index haben sich die Lagebeurteilungen für Deutschland und den Euroraum zuletzt ein Stück verbessert. Das spiegelt die aufgefangene Situation mit leidlichem Wachstum im ersten Quartal wider. Die verschlechterten ZEW-Erwartungen weisen dagegen auf die erneuten Risiken.

ifo-Geschäftsklima Deutschland, 2015=100, saisonbereinigt



Wahrnehmung so wechselhaft wie die sprunghaften Rahmenbedingungen

ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland



Einen ähnlichen Verlauf vollzogen die Aktienkurse. An den meisten Börsenplätzen, so auch beim DAX, gab es etwa bis zum Jahreswechsel 2018/2019 größere Kursverluste, dann bis Anfang Mai eine Erholung. Zuletzt wuchs dann wieder die Unsicherheit über den Trend.

Deutscher Aktienindex, täglicher Schlusskurs



Quelle: Börse Frankfurt

Stabilisierung zeigt sich auch im BIP für das erste Quartal

Gemessen am Bruttoinlandsprodukt für das erste Quartal 2019 zeigt sich eine gewisse Stabilisierung. Für den Euroraum wurde immerhin ein realer saisonbereinigter Anstieg um 0,4 Prozent gegenüber dem Schlussquartal 2018 gemeldet. Damit ist das Wachstum in der Verlaufsrate auf das im Euroraum vom zweiten Quartal 2018 gewohnte Niveau zurückgekehrt. Gegenüber den im schwachen zweiten Halbjahr 2018 gemessenen Raten von nur 0,1 bzw. 0,2 Prozent ist die jüngste Wieder-Beschleunigung erfreulich.

In Deutschland zeigte sich eine ähnliche Entwicklung. Hierzulande erreichte die Quartalsrate im Auftaktquartal 2019 ebenfalls 0,4 Prozent. Das entspricht in etwa dem Potenzialwachstum Deutschlands.

Im Vorjahresvergleich, gegenüber dem ersten Quartal 2018, sieht die Entwicklung – wegen der zwischenzeitlichen Wachstumspause und dem Fehlen jeglichen Überhangs – allerdings weiterhin schwächer aus. Von Q1/2018 zu Q1/2019 ist nur ein Zuwachs von 0,6 Prozent (bzw. kalenderbereinigt 0,7 Prozent) zu verbuchen. Gleichzeitig nahm die Zahl der Erwerbstätigen in diesem Zeitraum um 1,1 Prozent zu. Das sind anhaltend gute Nachrichten vom deutschen Arbeitsmarkt. Aber die Kombination bedeutet auch, dass die Arbeitsproduktivität (pro Kopf) weiter gesunken ist.

Bruttoinlandsprodukt schnitt besser ab als während des ersten Quartals erwartet

In den quartalsweisen Wachstumsraten ist das Wechselbad der Wachstumsschwankungen in Deutschland stärker ausgeprägt als im Währungsraum insgesamt. Denn hierzulande waren die Quartalswachstumsraten im zweiten Halbjahr 2018 noch schwächer als im europäischen Schnitt, berührten die Nulllinie (im vierten Quartal) bzw. lagen sogar darunter (im dritten Quartal mit -0,2 Prozent).

Dafür waren davor – bis Mitte 2018 – die deutschen Zuwächse größer. Die stärkeren Ausschläge liegen maßgeblich an der besonders hohen Exportorientierung der deutschen Wirtschaft und der überproportionalen Rolle der Industrie. Dieser Sektor reagiert im Guten wie im Schlechten stärker und direkter als andere Branchen auf die Dynamikwechsel der Weltwirtschaft.

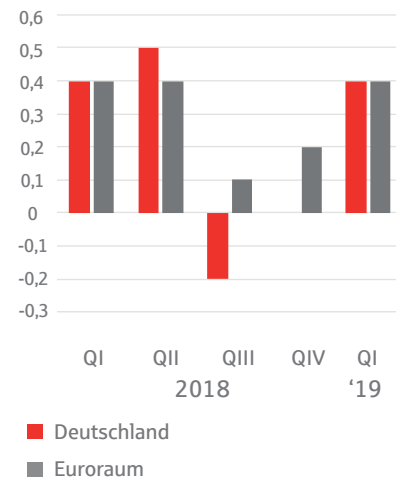
Ein Blick auf die Struktur zeigt die gespaltene Situation in Deutschland. Es ist nicht alles so erholt und ausgeheilt, wie es die zum Wachstum zurückgekehrte gesamtwirtschaftliche Entwicklung auf den ersten Blick suggeriert.

Bau boomt – Industrie schwächer, aber stabilisiert

Der weiterhin boomende Bau und viele gut laufende Branchen im Dienstleistungsbereich verbergen im Aggregat die in der Industrie weiterhin kritischere Entwicklung. Im Produzierenden Gewerbe insgesamt stieg die Gütererzeugung im März (kalender- und saisonbereinigt zum Vormonat) um 0,5 Prozent. Der Anstieg im Februar blieb ebenfalls positiv ausgewiesen, wurde aber zuletzt ein Stück herabrevidiert. Und das im März erreichte Produktionsvolumen liegt auch in diesem breiten Aggregat immer noch ein Stück (0,9 Prozent) unter dem Niveau des entsprechenden Vorjahresmonats.

Für die Industrie allein war die Entwicklung in der aktuellen weltwirtschaftlichen Situation naturgemäß noch schwächer. Die monatlich laufende Entwicklung von Februar zu März hielt mit einem Zuwachs von 0,4 Prozent zwar noch fast Schritt. Doch das Niveau des Vorjahres-März wurde (arbeitstäglich bereinigt) für diesen zentralen Sektor um immerhin 2,3 Prozent verfehlt.

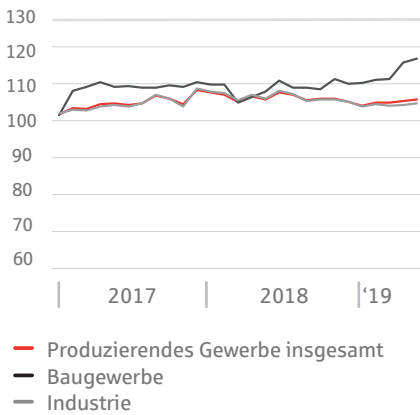
Reales Wirtschaftswachstum, Veränderung zum Vorquartal, in Prozent



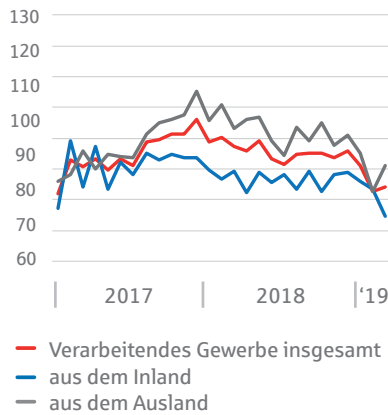
Quelle: destatis, eurostat

Industrie am aktuellen Rand erholt, aber noch unter Vorjahresniveau

Produktionsindex Deutschland
(2015=100), saisonbereinigt



Auftragseingangsindex in Deutschland, Verarbeitendes Gewerbe
(2015=100), saisonbereinigt



Quellen: Bundesbank, destatis

Weniger neue Aufträge – Bestand aber noch gut

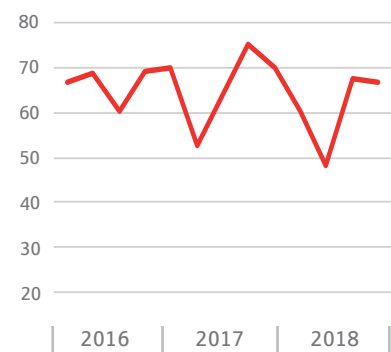
Auch die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe liegen seit Monaten unter ihren Vorjahreswerten. Tatsächlich ist seit Anfang 2018 – allerdings damals von einem sehr hohen Niveau ausgehend – ein recht stetiges Abbröckeln der neuen Orders zu beobachten. Im März 2019 lagen die neuen Bestellungen um 6,0 Prozent unter denjenigen des März 2018. Am ganz aktuellen Rand ist von Februar zu März eine kleine Aufwärtskorrektur um saisonbereinigt 0,6 Prozent zu verbuchen.

Erstaunlich ist bei diesem letzten Monatswert die regionale Komposition: Die Bestellungen aus dem Ausland haben sich – entgegen dem mit dem Protektionismus gut erklärbaren mittelfristigen Trend – im März deutlich erholt. Die inländischen Bestellungen brachen dagegen im März stärker ein, was aber mit Sonderentwicklungen bei Großaufträgen zu tun hat. In der Zeitreihe ohne Großaufträge ist der Rückgang deutlich kleiner.

Nimmt man die Entwicklungen der Indikatoren für die Monate Januar bis März zusammen, so hatte man bereits einen recht guten Eindruck von dem zu erwartenden BIP im ersten Quartal 2019. Eine Erholung, wenngleich keine kräftige, zeichnete sich aus den Monatsindikatoren bereits ab. Tatsächlich ist es mit der Schnellmeldung des Statistischen Bundesamtes vom 15. Mai und bestätigt von der untergliederten Meldung vom 23. Mai der bereits genannte quartalsweise Zuwachs von 0,4 Prozent geworden.

Sonderentwicklungen bei Großaufträgen verzerren den Eindruck von Inlands-/Auslands-Dynamik

Saldo der Leistungsbilanz Deutschland, in Mrd. Euro/Quartal



Quelle: Bundesbank

Außenhandel zuletzt erstaunlich robust

In der Struktur des BIP für das erste Quartal ist erstaunlich, dass der Außenhandel nicht so stark bremste, wie man dies angesichts der verlangsamten Weltwirtschaft und dem sich ausbreitenden Protektionismus hätte erwarten können. Es gibt dabei auch handelsumlenkende Wirkungen zu bedenken, die durchaus auch antiintuitiv, d. h. für Deutschland temporär expansiv, ausfallen können.

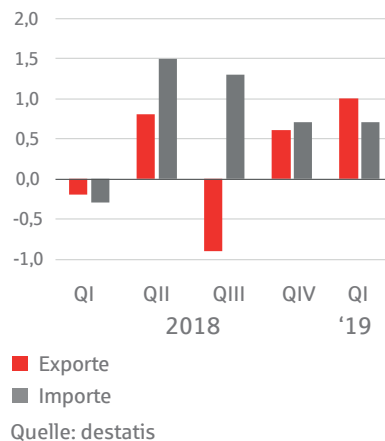
Abgrenzungen der Zählung sind zu bedenken: Unabhängig von weiteren, auch gegenüber Europa ausgesprochenen Zoll-Androhungen sind die deutschen Automobilkonzerne bereits von den jetzt erhöhten Zöllen im bilateralen Verhältnis zwischen den USA und China betroffen. Viele Modelle für den Export nach China werden in den USA gefertigt. Das ist ein Thema für deutsche Unternehmen, nicht aber für die deutsche Zahlungsbilanz. Denn die Produktion in bzw. der Export aus Deutschland sind nicht betroffen. Im Gegenteil: Solange hier keine Zölle verhängt werden, lässt sich von diesem Standort einstweilen womöglich sogar mehr ausliefern.

Ein Übriges zur tendenziellen Aktivierung der Leistungsbilanz Deutschlands und des Euroraums tut der leicht abgewertete Euro. Gegenüber dem US-Dollar hat er sich im Laufe der letzten zwölf Monate um gut fünf Prozent verbilligt.

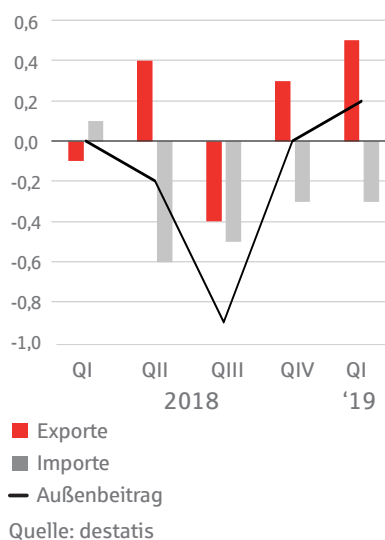
Gemäß der Zahlungsbilanzstatistik der Deutschen Bundesbank waren die nominalen Exporte Deutschlands mit gut 336 Mrd. Euro in den ersten drei Monaten des Jahres 2019 sogar eine Idee höher als in den gleichen Monaten des Vorjahres (damals knapp 328 Mrd. Euro). Das ist zwar kein so dynamischer Zuwachs wie in früheren Wachstumszyklen. Doch angesichts einer schwachen Weltwirtschaft und sich ausbreitendem Protektionismus, ist das eine solide, jedenfalls keine krisenhafte Entwicklung.

Die nominalen Importe haben im Vergleich der Auftaktquartale etwas stärker zugenommen von 268 Mrd. Euro 2018 auf 281 Mrd. Euro 2019. Das belastet rechnerisch zwar den Saldo, ist aber angesichts der hohen deutschen Überschüsse eine gesunde, Ungleichgewichte reduzierende Entwicklung. Und steigende Importe sind auch ein Zeichen für eine gesunde Binnennachfrage.

Deutsche Ex- und Importe,
in Prozent, reale Veränderung zum Vorquartal



Wachstumsbeiträge zum realen BIP,
im Vorquartalsvergleich, in Prozent



Untergliederung der VGR für das erste Quartal

In der in das Bruttoinlandsprodukt mündenden Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung sind die preisbereinigten Entwicklungen relevant, also die mengenmäßigen Trends. Das gilt auch für die Exporte und Importe. Die Tendenzen sind hier allerdings ähnlich wie schon bei den nominalen Salden. Von Q4/18 zu Q1/19 haben die Exporte zwar mit 1,0 Prozent real sogar leicht stärker zugenommen als die Importe mit 0,7 Prozent. Im längeren Vergleich zum Vorjahresquartal ist die Relation jedoch deutlich umgekehrt mit 1,5 Prozent bei den Exporten aber 4,1 Prozent bei den Importen. Das BIP wurde dadurch im Vorjahresvergleich um immerhin 0,9 Prozentpunkte belastet. Die Binnennachfrage wäre für sich betrachtet mit 1,5 Prozent mit normalem Potenzialtempo gewachsen.

Dass der private Konsum expandier expandiert (+1,2 Prozent im Quartalsvergleich), ist wenig überraschend. Gute Beschäftigungsentwicklung und steigende Löhne untermauern die Kaufkraft. Und aus 2018 kommend hatte der Verbrauch angesichts einer damals gestiegenen Sparquote sogar einen gewissen Nachholbedarf aufgebaut.

Besonders beachtlich ist, dass im ersten Quartal trotz der großen Verunsicherungen aus der Weltwirtschaft und auch aus dem wechselhaften deutschen Trend die Investitionstätigkeit aufwärts gerichtet blieb. Klar ist, dass die Bauinvestitionen passend zur boomenden Produktionsstatistik in diesem Sektor sich auch bei der Verwendungsgliederung entsprechend niederschlagen - trotz aller Kapazitätsengpässe nochmal ein Plus von 1,9 Prozent.

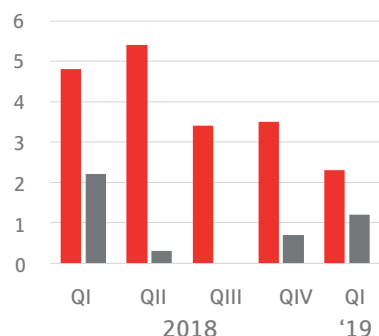
Aktuelle Investitionsstärke stützt sich auf die vorsichtigen Dispositionen früherer Jahre

Zusätzlich sind aber auch die Ausrüstungsinvestitionen mehr als stabil, im Quartalsvergleich nochmal um 1,2 Prozent gestiegen.

Hier zahlt sich jetzt – spät in dem langen Aufschwungzyklus – aus, dass die Investitionstätigkeit lange Zeit, bei bereits anziehender Kapazitätsauslastung, zurückhaltend gewesen ist. Deshalb brauchen jetzt auch keine Überinvestitionen korrigiert zu werden. Im Gegenteil, es wird tendenziell eher noch nachgeholt.

Der Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen war im ersten Quartal 2019 mit -0,6 Prozentpunkten noch einmal spürbar belastend für das BIP. Damit dürfte der Sonderzyklus aus dem Lageraufbau im Sommer 2018 durch die Zulassungsstockungen in der Autoindustrie dann aber auch abgebaut und „ausgeschwitzt“ sein. Im Vorjahresvergleich Q1/19 zu Q1/18 war der Lagersaldo bereits neutral.

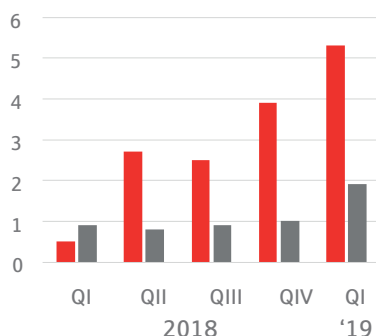
Ausrüstungsinvestitionen,
reale Wachstumsraten in Prozent



■ Veränderungen zum Vorjahresquartal
■ Veränderungen zum Vorquartal (SB)

Quelle: destatis

Bauinvestitionen,
reale Wachstumsraten in Prozent



■ Veränderungen zum Vorjahresquartal
■ Veränderungen zum Vorquartal (SB)

Quelle: destatis

Bundesregierung sehr vorsichtig

Sehr vorsichtig zeigt sich bei der Bewertung der zyklischen Lage der deutschen Wirtschaft die Bundesregierung. Sie hat ihre eigene Wachstumsprognose im April auf nur noch 0,5 Prozent für das Jahr 2019 zurückgenommen. Auch die Deutsche Bundesbank hat in ihrem jüngsten Monatsbericht Skepsis mit Blick auf die nächsten Quartale geäußert. Ungeachtet des inländischen Sonderzyklus sieht sie anhaltende Bremsfaktoren in der globalen Autoindustrie.

Die Regierung ist mit ihrer sehr starken Senkung damit über die Abwärtsanpassung der Gemeinschaftsdiagnose der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute hinausgegangen. Diese hatten ebenfalls im Frühjahr mit einer Anpassung auf 0,8 Prozent ihren Ausblick schon deutlich gegenüber ihrem Herbstausblick zurückgesetzt.

Auf dem unterstellten geringeren Wachstumspfad beruht auch die jüngste Steuerschätzung. Sie hat finanzpolitisch großen Wiederhall gefunden. Nach vielen Jahren, in denen die Steuereinnahmen immer wieder durch neue Rekorde positiv überrascht haben, zeichnet sich nun eine Wende ab. Der von dem langen Trend immer wieder erzeugte hohe haushaltspolitische Spielraum scheint zu Ende zu gehen. Der Bedarf für klare Prioritätensetzung auf der Ausgabenseite wird größer. Klar ist, dass investive Ausgaben wie Bildung und Infrastruktur Vorrang genießen sollten. Im Detail wird die politische Debatte aber kontroverser.

**Aktuelle Konjunkturprognosen
Bruttoinlandsprodukt Deutschland,**
Veränderung zum Vorjahr in Prozent

	2019	2020
OECD (Mai)	0,7	1,2
Deka (Mai)	1,0	1,6
Europ. Kommission (Mai)	0,5	1,5
Gemeinschaftsdiagnose (April)	0,8	1,8
Bundesregierung (April)	0,5	1,5

Quelle: jeweilige Institute

Dabei ist der mittelfristige Einnahmerahmen zwar etwas weniger üppig geworden, wirklich restriktiv wird er bei dem aktuell unterstellten Trend aber nicht. Die Einnahmen wachsen weiter, wenngleich nicht mehr ganz so schnell wie noch vor kurzem erhofft.

*Finanzpolitik kann „ruhige Hand“
bewahren*

Drängender Bedarf für finanzpolitischen Aktionismus ist ohnehin nicht gegeben. Eine aktive Konjunkturstimulierung ist nicht nötig, wenn sich die Konjunktur weiterhin so fängt, wie es mit den Daten vom ersten Quartal angelegt ist. Tatsächlich war der staatliche Konsum im ersten Quartal sogar leicht negativ wirksam, was aber das Wiederanspringen der Konjunktur nicht gehindert hat.

Die Entwicklung vom Auftaktquartal war jedenfalls hinreichend gut, um die Wachstumsrate der Prognose der Bundesregierung bereits recht solide zu untermauern. Rein rechnerisch sind die 0,5 Prozent für das Gesamtjahr jetzt bereits gesichert, selbst wenn das BIP in den verbleibenden drei Quartalen völlig stagnieren sollte. Eine gewisse Gegenbewegung im zweiten Quartal nach dem starken Bau im Winter ist wahrscheinlich. Und natürlich könnte es mit einer Eskalation des Handelsstreits auch noch insgesamt viel schlechter kommen. Aber das wäre nicht das Hauptszenario. Die 0,5er Prognose der Bundesregierung kann deshalb inzwischen als sehr konservativ eingeordnet werden. Womöglich markiert sie einen unteren Wendepunkt im Einschwingen der Wachstumsprognosen für das laufende Jahr.

Dennoch bleiben insgesamt die Risiken für den weiteren Konjunkturverlauf sehr hoch. Dem sollte auch die makroprudenzielle Aufsicht in Deutschland (Ausschuss für Finanzstabilität AFS) Rechnung tragen. Eine Aktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers wäre derzeit kontraproduktiv und könnte die Erholung gefährden.

Euroraum präsentiert ebenfalls eine sich fangende Entwicklung

Die Europäische Kommission folgt in ihrer Frühjahrsprognose für Deutschland dem sehr vorsichtigen Ausblick der Bundesregierung. Für den Euroraum insgesamt setzt die Kommission 1,2 Prozent Wachstum für das laufende Jahr an. Im kommenden Jahr soll der Euroraum mit 1,5 Prozent dann im Gleichschritt mit Deutschland marschieren. 2019 sieht die Rate für das Gesamt-Währungsgebiet aber erst einmal deutlich dynamischer aus als in dem größten Mitgliedsland, obwohl die Verlaufsdaten für das Auftaktquartal vergleichbar ausgefallen sind.

Wird somit eine auseinanderlaufende Entwicklung in den kommenden Quartalen erwartet? Die Antwort lautet: „Teilweise“.

Knapp die Hälfte der unterschiedlichen Gesamtjahresraten sind ein aus der Vergangenheit herrührender Effekt. Er ist der in Deutschland im zweiten Halbjahr 2018 ausgeprägten Schwäche, der die Ausgangsbasis verschob, zuzuschreiben. Anders formuliert: Der Euroraum hat einen statistischen Überhang für 2019 (in Höhe von 0,4 Prozent); Deutschland hat keinen. Der andere, verbleibende Teil des Unterschieds ist der größere, offenere und deshalb in der aktuellen Situation verhaltener wachsende deutsche Industriesektor.

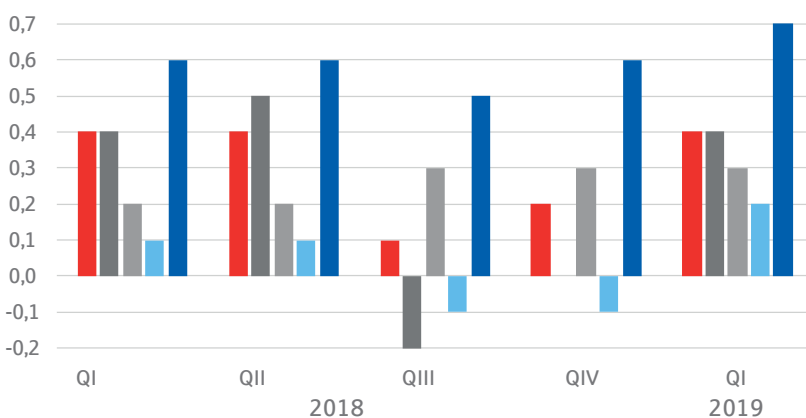
In Aussicht gestellt Perspektiven für 2020 schließen die „Delle“...

Schon 2020 würden die gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen aber wieder zusammenlaufen. Wenn sich diese Prognosen so bestätigen sollten, dann würde für 2018 und 2019 tatsächlich das Bild einer „Delle“ in dem langen Wachstumszyklus gelten, nur dass diese Delle für Deutschland eben etwas ausgeprägter war.

Ein anderes Land, das sich 2018 schlechter entwickelte als der Euroraum, war Italien. Von dort gibt es ebenfalls eine einstweilige Entwarnung, jedenfalls was den Zyklus betrifft, nicht unbedingt hinsichtlich der strukturellen Schwächen und der Wirtschaftspolitik. In Italien war die „Delle“ 2018 sogar eine kleine Rezession. Im ersten Quartal 2019 hat es Italien aber zumindest wieder über die Nulllinie geschafft. Und gemäß der Prognose der Europäischen Kommission soll dies auch 2019 und 2020 insgesamt so bleiben, wenngleich aber weiterhin mit mageren Wachstumsraten.

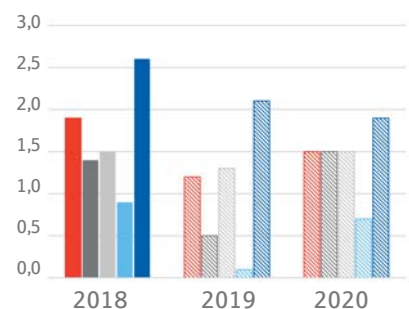
... in Deutschland aber erst mit etwas mehr Nachlauf

Reales Wirtschaftswachstum, in Prozent, Veränderung zum Vorquartal



Quelle: eurostat

Reales Wirtschaftswachstum*, in Prozent, Veränderung zum Vorjahr



* 2019 und 2020 Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission

Preisentwicklung gab Anlass zur Verschiebung der geldpolitischen Normalisierung – zuletzt aber wieder etwas mehr Spielraum

Der Preisauftrieb im Euroraum ist derweil weiter moderat. In der Phase der größten Verunsicherung über die Konjunktur im Laufe des vergangenen Winters und bei der damals hochgradigen Nervosität der Finanzmärkte sahen sich die Notenbanken der großen Industrieländer genötigt, ihren geldpolitischen Normalisierungskurs einmal mehr zu unterbrechen. In den USA kam der Leitzinserhöhungszyklus einstweilen zum Stillstand. Im Euroraum wurde, ehe ein solcher überhaupt begonnen wurde, der bloße Gedanke daran weiter in die Zukunft verschoben. Immerhin die (Netto-)Einstellung des Ankaufprogramms wurde im Eurosystem zum Jahreswechsel 2018/19 noch verwirklicht. Vollständige Ersatzkäufe finden gleichwohl weiter statt. Und Leitzinserhöhungen sind formal mindestens bis Ende 2019, de facto per Forward Guidance weit bis nach 2020 hinein ausgeschlossen.

Zuletzt hob allerdings die Preisentwicklung zaghaft ihr Haupt. Kommen endlich die ersehnten Überwälzungen der verbesserten Kapazitätsauslastungen und der in manchen Ländern – zuvorderst Deutschland – geräumten Arbeitsmärkte in Löhne und Preise in Gang?

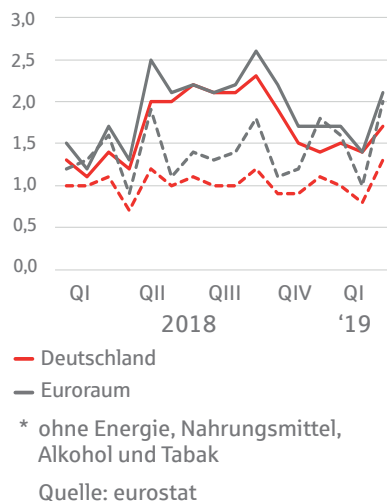
Im April lag die Jahresrate der Verbraucherpreise in Deutschland wieder leicht über der Zwei-Prozent-Marke, im Euroraum insgesamt allerdings weiterhin darunter. Nachhaltige Ziel-Erreichung zu reklamieren, wäre zu früh. Denn man muss ehrlicher Weise dazusagen, dass auch die jüngste Energiepreisentwicklung der Headline-Inflation ein wenig auf die Sprünge geholfen hat.

Die Konfrontation der USA mit dem Iran bis hin zu einer sicherheitspolitischen Krise an der Straße von Hormus hat den Ölpreis getrieben. Zumindest ist das Wegblocken des iranischen Ölangebots vom Weltmarkt durch US-Sanktionen wirksam.

Aber ist Öl im rückblickenden Vergleich überhaupt eher teuer oder billig? Das hängt ganz von der gewählten Frist ab: Seit einem eingeschnittenen Tiefpunkt zum Jahresende 2018 hat sich Öl um rund ein Drittel verteuert. Es ist zugleich aber immer noch rund zehn Prozent billiger als vor einem Jahr oder sogar 20 Prozent billiger als auf den Höchstständen im Herbst 2018. Schaut man dagegen zwei Jahre zurück so kommt der starke Anstieg des Preises zwischen Sommer 2017 und Herbst 2018 mit in den Vergleichszeitraum. Öl ist heute rund 50 Prozent teurer als vor zwei Jahren.

Diese volatilen Entwicklungen sprechen sehr dafür, für geldpolitische Überlegungen auch auf die Kernraten zu blicken. Und diese sind aktuell immer noch ein Stück unter der Ziellinie. Aber der Abstand ist nicht so

Harmonisierte Verbraucherpreise, Veränderung zum Vorjahresmonat, in Prozent



Immer längeres Warten auf die Inflation

Ölpreis der Nordseesorte Brent, in USD per Barrel



groß, dass das Aufrechterhalten der außerordentlich expansiven geldpolitischen Haltung dauerhaft nötig bliebe. Gleiches gilt mit Blick auf die sich zuletzt aufgefangen präsentierende Konjunktur.

Vor dem Einsatz neuer geldpolitischer Instrumente

Trotzdem ist die neue Reihe von Langfristtendern bereits angekündigt. Sie erhöhen potenziell die Bilanzsumme des Eurosystems und haben insofern expansiven Charakter. Sieht man sie allerdings in Zusammenhang mit den im nächsten Jahr auslaufenden Tendern der vorangegangenen Serie, dann kommt es auf den saldierten Effekt an.

Tatsächlich argumentiert die EZB selbst, dass sie mit den TLTROs III auch „Klippeneffekte“ der Tilgungen verhindern will. Die mit zwei Jahren nicht mehr ganz so lange Laufzeit der neuen Tender kann man ebenfalls als eine graduelle Normalisierung ansehen.

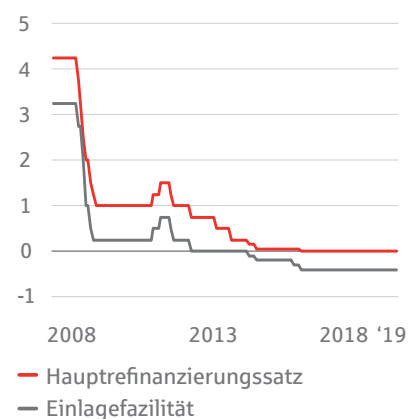
Inwieweit die neuen Tender überhaupt in Anspruch genommen werden, dürfte maßgeblich von den Konditionen der neuen Serie abhängen, die demnächst bekannt gegeben werden. Auch in den Konditionen soll sich eine Normalisierung und ein Entzug der privilegierten Finanzierung widerspiegeln. Wie günstig oder eher wie belastend das Finanzungsverhältnis für die Banken ist, hängt aber auch davon ab, wie viel Überschussliquidität diese halten und wie diese Bilanz-Gegenposition zu den Tendern bepreist ist: Wenn die Tenderverzinsung mit der neuen Reihe variabel wird und näher an die Sätze der Hauptrefinanzierungsgeschäfte heranrückt, dann ist es wenig attraktiv, wenn die damit geschaffene Liquidität irgendwo im Bankensystem als negativ verzinsliche Reserve landet.

In diesem Zusammenhang ist auf die sich verstärkende Diskussion um „gestaffelte Zinssätze“ (engl. „Tiering“) für die Überschussliquidität zu verweisen. Die Idee für eine solche Staffelung ist nicht neu, wurde schon bei der Einführung der Negativverzinsung 2014 diskutiert. Tatsächlich haben andere Notenbanken, etwa die Schweiz, von vornherein Freibeträge für Sockel-Liquidität gewährt, später ähnlich auch Dänemark und Japan. Die Diskussion um derlei Instrumente wird deshalb gelegentlich auch als „Schweizer Modell“ bezeichnet.

Die EZB wollte dagegen einen vollen „Heiße-Kartoffel-Effekt“ der verteuerten Liquidität sehen. Teure Liquiditätshaltung soll zum Weiterreichen, zum Asset-Erwerb und zur Kreditvergabe anregen. Und solange die Negativverzinsung perspektivisch eine vorübergehende Maßnahme sein würde

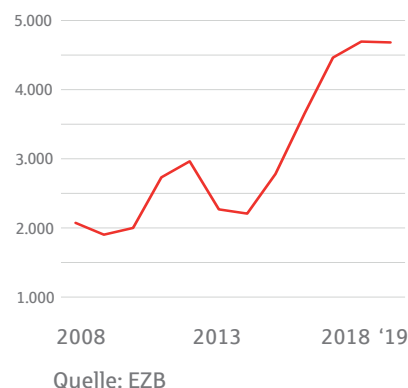
Neue Langfristtender

Leitzins Euroraum, in Prozent



Quelle: EZB

Konsolidierte Bilanzsumme des Eurosystems, in Mrd. Euro



Quelle: EZB

und solange es in einer frühen Phase von Zinssenkungen noch entlastende Effekte an anderer Stelle (Bewertung der Rentenportfolien) gab, war das vertretbar.

Doch nun sind wir im sechsten Jahr der Negativzinsen angelangt, und die zeitlichen Perspektiven für die Überwindung haben sich weiter nach hinten verschoben. Das Volumen der dem Negativzins unterworfenen Überschussliquidität ist durch die Asset-Käufe der Notenbanken unter ihrem Quantitative Easing erheblich gestiegen. Der Bedarf, die Kreditvergabe um jeden Preis anzukurbeln, ist dagegen bei überwundener Deflationsgefahr und stabilisierter Konjunktur heute nicht mehr gegeben.

Zugleich wird die Belastung der Kreditwirtschaft immer deutlicher. Sie bedeutet einen Standortnachteil des Bankensystems des Euroraums und kann Ertragslage, Eigenkapitalaufbau und somit letztlich die Finanzstabilität beeinträchtigen.

Geldpolitische Begründung für Begrenzung der Belastungen

Die Schäden und die Gefahren für die Stabilität, das wäre die – von den Notenbanken zurecht angemahnte – geldpolitische Begründung.

Mit „Tiering“ kann der Negativzinssatz als der marginal wirksame Satz in der bisherigen Höhe von -0,4 Prozent bestehen bleiben. Für die makroökonomische Wirkung, das Ausstrahlen auf Geld- und Kapitalmärkte, kommt es auf die Konditionen für den letzten/zusätzlichen Euro Zentralbankliquidität an.

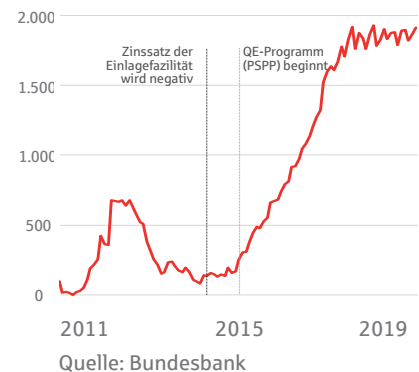
Der Königsweg wäre freilich die generelle Normalisierung der Leitzinsen in den positiven Bereich. Aber wenn man meint, den Negativzins an sich noch länger zu brauchen, dann sollten zumindest dessen negative Nebenwirkungen begrenzt werden. Ein „Tiering“ wäre dafür das Second Best.

Das Argument, dass dadurch das Signal gegeben wird, dass man sich länger in der Negativzinswelt einrichtet, überzeugt nicht. Das ist de facto längst der Fall. Und auch mit der Forward Guidance schon für länger vorausblickend. Es geht um ein Anerkennen und einen Umgang mit der faktischen Situation. Die Nebenwirkungen wegen einer vermeintlichen Wahrnehmung weiter laufen zu lassen, ist nicht verantwortlich.

Das Argument, der Effekt sei für die Kreditinstitute kaum spürbar, zieht ebenfalls nicht. Der deutschen Kreditwirtschaft ist per QE und über Zuflüsse in etwa eine Überschussliquidität in Höhe von 600 Mrd. Euro aufgedrängt.

Überschussliquidität:
Guthaben der Banken auf Einlagefazilität plus Guthaben auf Girokonten bei den Notenbanken, soweit sie über die Mindetsreserve hinausgehen

Überschussliquidität im Euroraum, in Mrd. Euro



Marginaler Satz kann an den Märkten wirksam bleiben

Direkte Negativ-Zinslast hat spürbare Dimension

Mit 0,4 Prozent Negativzins belegt ergibt dies eine jährliche Zahlung von 2,4 Mrd. Euro. Das ist im Übrigen (nicht nur zufällig, sondern hier als ursächlich durchlaufender Posten) genau die Höhe des von der Deutschen Bundesbank ausgewiesenen Bilanzgewinns, der an den Bundeshaushalt abgeführt wird. Es geht nicht um eine Subvention, sondern um den Abbau einer Sonderlast.

Zum Thema Staffelnzins erscheint in den nächsten Wochen auch noch ein gesonderter Standpunkt der Chefvolkswirte.

Gerade die Kreditinstitute mit ausgeprägtem Retail-Einlagengeschäft können die Negativzinsen eben nicht an ihre Kunden weiterreichen. Für den Sockel ist der Negativsatz nicht beim Endkunden wirksam. Er verbleibt als Margen-Last. Deshalb würde auch eine Anknüpfung von Freibeträgen für einen Staffelnzins an der Mindestreservepflicht, die sich ebenfalls auf die Einlagen bezieht, Sinn ergeben.

Die Sorge, dass durch Freibeträge der Druck zu expansiver Kreditvergabe (der „Heiße Kartoffel-Effekt“) gemindert würde, ist ebenfalls nicht stichhaltig. Denn es kommt dafür weiter auf die Anreize aus dem marginalen Euro an.

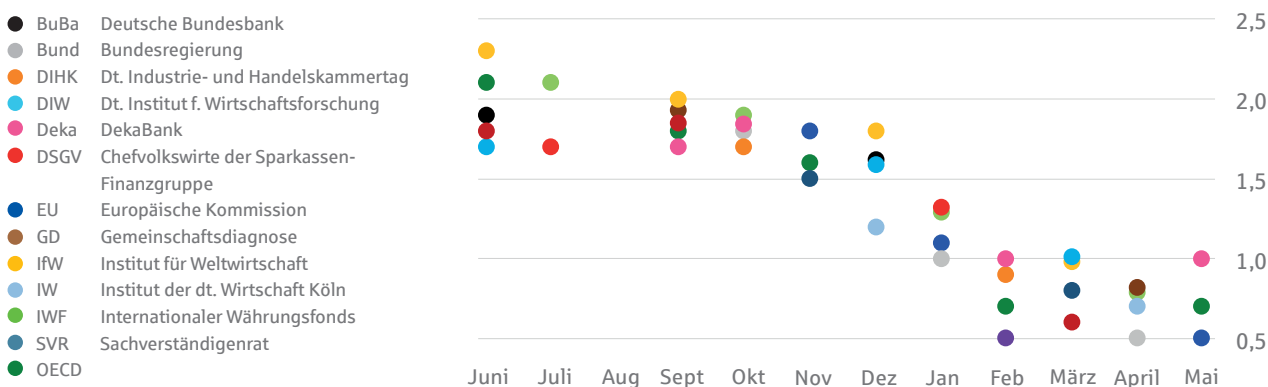
Eine Einführung von Staffelnzinsen könnte einen Beitrag leisten, den europäischen Finanzsektor zu stabilisieren und seine internationale Wettbewerbsfähigkeit zu fördern. Ein Belastungs- und Unsicherheitsfaktor wäre gemildert und somit würde in anhaltend ungewissen Zeiten auch die gesamtwirtschaftliche Lage gefestigt.

A. Wachstum der Weltwirtschaftsregionen, Veränderungen zum Vorjahr

	2017	2018	2019 ¹	2020 ¹
Welthandelsvolumen	+5,4 %	+3,8 %	+3,4 %	+3,9 %
Bruttoinlandsprodukt - Welt	+3,8 %	+3,6 %	+3,3 %	+3,6 %
USA	+2,2 %	+2,9 %	+2,3 %	+1,9 %
Japan	+1,9 %	+0,8 %	+1,0 %	+0,5 %
China	+6,8 %	+6,6 %	+6,3 %	+6,1 %
EU	+2,7 %	+2,1 %	+1,6 %	+1,7 %
Euroraum	+2,4 %	+1,9 %	+1,3 %	+1,5 %
Deutschland	+2,5 %	+1,4 %	+0,8 %	+1,4 %

¹ Prognosen des Internationalen Währungsfonds vom April 2019, arbeitstäglich bereinigt

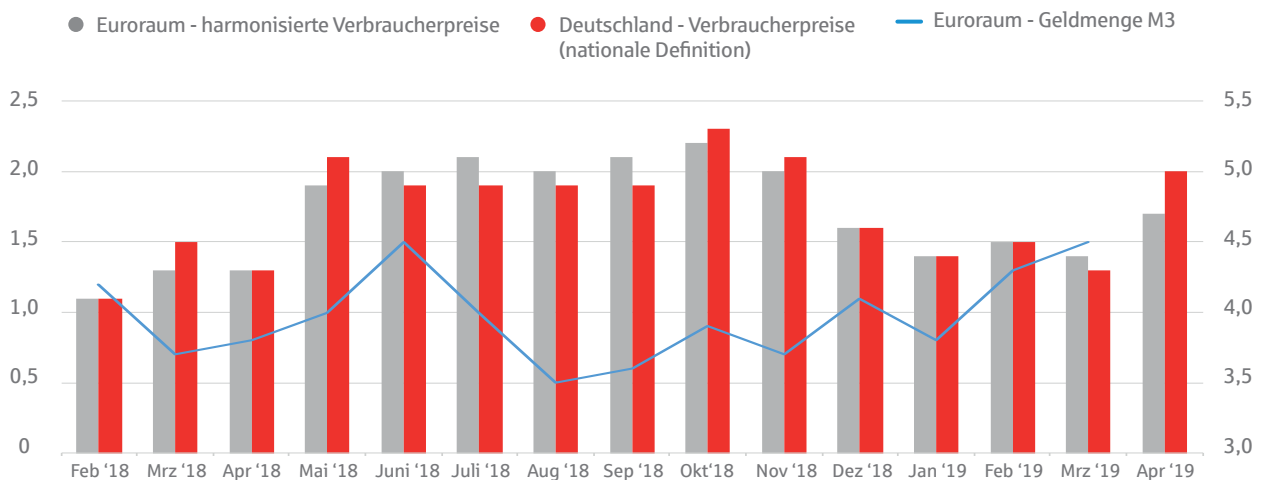
B. Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland für 2019, in %



C. BIP im Euroraum und in Deutschland

	Jahr 2018 real ggü. Vorjahr	Q II - 2018 reale Veränderung zum Vorjahresquartal und saisonbereinigte reale Veränderung zum Vorquartal	Q III - 2018	Q IV - 2018	Q I - 2019
Euroraum					
Bruttoinlandsprodukt	+ 1,9 %	+ 2,2 % + 0,4 %	+ 1,6 % + 0,1 %	+ 1,2 % + 0,2 %	+ 1,2 % + 0,4 %
Deutschland					
Bruttoinlandsprodukt	+ 1,4 %	+ 2,3 % + 0,5 %	+ 1,1 % - 0,2 %	+ 0,9 % + 0,0 %	+ 0,6 % + 0,4 %
Privater Konsum	+ 1,0 %	+ 1,2 % + 0,3 %	+ 0,4 % - 0,1 %	+ 1,0 % + 0,3 %	+ 1,1 % + 1,2 %
Bruttoanlageinvestitionen	+ 2,6 %	+ 3,2 % + 0,6 %	+ 2,4 % + 0,5 %	+ 3,0 % + 0,8 %	+ 3,3 % + 1,1 %
Exporte	+ 2,0 %	+ 4,3 % + 0,8 %	+ 1,2 % - 0,9 %	+ 0,4 % + 0,6 %	+ 1,5 % + 1,0 %
		Niveau, nicht Veränderungsrate; Quartalszahlen saisonbereinigt			
Sparquote	10,4 %	10,3 %	10,6 %	10,8 %	10,5%

D. Verbraucherpreise (linke Skala) und Geldmenge M3 (rechte Skala), jährliche Änderungsraten in %



E. Monatliche Konjunkturindikatoren Deutschland

	Jan. '19	Feb. '19	Mrz. '19	Apr. '19	Mai. '19
Preise (nationale Definition)					
Veränderung zum Vorjahresmonat					
Verbraucherpreise	+1,4 %	+1,5 %	+1,3 %	+2,0 %	-
- ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)	+1,3 %	+1,4 %	+1,1 %	+1,8 %	-
Erzeugerpreise gewerblicher Produkte	+2,6 %	+2,6 %	+2,4 %	+2,5 %	-
Einfuhrpreise	+0,8 %	+1,6 %	+1,7 %	+1,4 %	-
Stimmungsindikatoren					
ifo-Geschäftsklimaindex	99,6	98,8	99,7	99,2	97,9
ZEW-Konjunkturerwartungen	-15,0	-13,4	-3,6	3,1	-2,1
Auftragseingang					
Veränderung zum Vorjahresmonat					
Verarbeitendes Gewerbe	-3,6 %	-7,1 %	-7,2 %	-	-
aus dem Inland	-1,9 %	-0,4 %	-8,3 %	-	-
aus dem Ausland	-4,7 %	-11,5 %	-6,3 %	-	-
Investitionsgüterproduzenten	-1,9 %	-8,7 %	-7,0 %	-	-
Produktion					
arbeitstäglich bereinigte Veränderung zum Vorjahresmonat					
Produzierendes Gewerbe insgesamt	-2,0 %	+0,2 %	-0,9 %	-	-
davon Bau	+2,1 %	+13,5 %	+10,3 %	-	-
davon Industrie	-3,1 %	-1,3 %	-2,3 %	-	-
Außenhandel					
Veränderung zum Vorjahresmonat					
Exporte	+1,7 %	+4,0 %	+2,0 %	-	-
Importe	+4,9 %	+5,2 %	+4,7 %	-	-
Arbeitsmarkt					
Stand der Quote bzw. Veränderung zum Vorjahresmonat in 1000					
Arbeitslosenquote	5,3 %	5,3 %	5,1 %	4,9 %	-
Arbeitslose	-165	-173	-157	-155	-
Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland)	+474	+477	+491	-	-
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte	+670	+671	-	-	-

F. Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte

	Jan. '19	Feb.'19	Mrz. '19	Apr. '19	28.05.2019
Ölpreis Brent in US \$	59,41	63,96	66,14	71,23	68,73
Wechselkurse					
US-Dollar / EUR	1,1416	1,1351	1,1302	1,1238	1,1191
Japanische Yen / EUR	124,34	125,28	125,67	125,44	122,57
Aktienmärkte					
Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende	11.173	11.515	11.526	12.344	12.077
Veränderung zum Vorjahresmonat	-15,3 %	-7,4 %	-4,7 %	-2,1 %	-
Geld- und Kapitalmarktzinsen					
Tagesgeld (EONIA)	-0,37 %	-0,37 %	-0,37 %	-0,37 %	-0,37 %
1-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,37 %	-0,37 %	-0,37 %	-0,37 %	-0,37 %
3-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,31 %	-0,31 %	-0,31 %	-0,31 %	-0,31 %
Umlaufrendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren	0,15 %	0,15 %	-0,07 %	0,03 %	-0,12 %
Zinsen der Kreditinstitute, im Neugeschäft					
Täglich fällige Einlagen priv. Haushalte in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,02 % 0,03 %	0,02 % 0,03 %	0,01 % 0,03 %	- -	- -
Einlagen privater Haushalte bis 1 Jahr in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,28 % 0,34 %	0,29 % 0,32 %	0,29 % 0,29 %	- -	- -
Unternehmenskredite bis 1 Mio. € über 5 J. in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	1,94 % 1,79 %	1,86 % 1,80 %	1,85 % 1,78 %	- -	- -

Impressum

Herausgeber

Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V
Abteilung Volkswirtschaft, Finanzmärkte
und Wirtschaftspolitik
Charlottenstraße 47
10117 Berlin
Telefon: 030 20225-5300
DSGV-Volkswirtschaft@dsgv.de
www.DSGV.de

Redaktionsschluss dieser Ausgabe

27. Mai 2019

Gestaltung

Franz Metz, Berlin

Bildnachweis

Seite 1: Plainpicture/Westend61

ISSN

2509-3835

Verantwortlich

Pia Jankowski – DSGVO

Direktorin

Leitung

Volkswirtschaft, Finanzmärkte und Wirtschaftspolitik

Pia.Jankowski@dsgv.de

Dr. Reinhold Rickes – DSGVO

Abteilungsleiter

Volkswirtschaft, Finanzmärkte und Wirtschaftspolitik

Leitung Volkswirtschaft

Reinhold.Rickes@dsgv.de

Autor

Dr. Holger Schulz

Holger.Schulz@dsgv.de

Hinweis

Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter

<https://www.dsgv.de/positionen.html#wirtschaftslage>